

# **Estructuración de un proceso de titularización de cartera**

**Cristian Enrique Pinzón Mosos**

cpinzon4@eafit.edu.co

Asesora temática

Judith Cecilia Vergara Garavito

**Universidad EAFIT**

**Escuela de Administración**

**Maestría en Administración Financiera**

**Bogotá**

**2018**

## **Resumen**

Project Finance es una alternativa, fuente y modelo de estructuración de financiación de Proyectos que requieren un determinado capital importante para el desarrollo de los mismos, esta estructura se ha utilizado para el crecimiento en diferentes sectores económicos como son la infraestructura pública y privada y el sector financiero referente a la titularización de activos subyacentes, entre otros.

Credivalores – Crediservicios S.A.S, que es una compañía reconocida en el sector de las libranzas y ofrece créditos de consumo a entidades públicas, ve una oportunidad para iniciar un mecanismo para poder realizar y estructurar una titularización de cartera, así como la transferencia de estos activos subyacentes, los cuales generan un flujo de caja futuro expresado en pesos al SPV (The Special Purpose Vehicle); estos títulos valores sirven como garantía para poder emitir un Bono en el exterior, expresado en dólares, debido al monto. Como resultado, el SPV presenta un riesgo importante frente a la volatilidad en la tasa representativa del mercado, y decide mitigar el riesgo por medio de un instrumento financiero derivado, llamado “Cross Currency Swap”. Los recursos emitidos de Bono son monetizados en pesos y transferidos al originador, que dará inicio a seguir impulsando el crecimiento en el sector de consumo y financiero.

**Palabras claves:** Project Finance, Titularización de cartera, Riesgos, Instrumento financiero derivado.

## **Abstract**

Project Finance is an alternative source and structuring model for financing projects that require a certain amount of capital for its own development. This structure has been used for growth in different economic sectors such as public and private infrastructure and kind of financial section to the securitization assets like others.

Credivalores- Crediservicios S.A.S, which is a recognized company in the payroll sector that offers consumer loans to the public Companies. Looking for an opportunity to initiate a mechanism to carry out and to make a big structure to a collection security, the transfer of those assets which generate a future cash flow has been expressed in pesos to the SPV, those titles or securities serve as a guaranty are able to issue a Bond abroad expressed in dollars depending to the amount. As a result, the SPV presents a significant risk in the matter of volatility in the market rate, and decides to mitigate the risk through a derivative financial instrument called "Cross Currency Swap". The resources issued by Bonds are monetized in pesos and transferred to the originator, who will begin to continue promoting growth in the consumer and financial sector.

**Key words:** Project Finance, Portfolio securitization, Risks, Derivative financial instrument.

## Contenido

1. Introducción .....	1
1.1 La empresa .....	2
2. Justificación .....	3
3. Objetivos .....	4
3.1 Objetivo general .....	4
3.2 Objetivos específicos .....	4
4. Marco teórico .....	5
5. Antecedentes .....	11
6. Metodología del Project Finance, propuesta de estructuración de un proceso de titularización de cartera .....	13
6.1 Análisis de las fuerzas del mercado. ....	14
6.2 Riesgo de ingreso-barreras de entrada. ....	14
6.3 Nivel de rivalidad entre los competidores.....	14
6.4 Poder de negociación de los proveedores. ....	15
6.5 Poder de negociación de los clientes.....	15
6.6 Estudio de competidores. ....	15
6.7 Supuestos del sector.....	15
6.8 Crecimiento potencial del sector.....	16
6.9 Análisis de erosión.....	16
7. Análisis de resultados .....	16
7.1 Originador .....	16
7.2 Fondo de inversión.....	18
7.3 Mecanismos de cobertura.....	20
8. Conclusiones .....	22
Referencias.....	24

## **Tabla de Ilustraciones**

<b>Ilustración 1.</b> Estructura de titularización.....	2
<b>Ilustración 2.</b> Estructura de modelo de negocio .....	3
<b>Ilustración 3.</b> Indicador de calidad de cartera vencida Credivalores frente al sector bancario.....	17
<b>Ilustración 4.</b> Título TDD BGLT10280126 .....	19

## **1. Introducción**

Cuando se dio la aparición de grandes empresas, surgió la necesidad de exigir mayores controles a los capitales invertidos dentro de las mismas, a través de los medios de registro y los métodos que ayudaban a que se diera una medición real de los bienes de las empresas, considerándose la contabilidad como una obligación de las empresas que muestran un orden y la transparencia de las mismas. Es por esto que las empresas con el fin de poder cumplir sus objetivos y metas organizacionales deben recurrir, en muchas ocasiones, a ayudas de terceros en cuanto al factor económico, debido a que no siempre se cuenta con el capital necesario para sacar adelante a la organización.

Por lo tanto, en las empresas se puede evidenciar una tendencia de endeudamiento, que es aquella que permite medir la proporción de la deuda con relación a los recursos con los que la empresa cuenta, siendo el tamaño proporcional de la deuda, es decir, de los pasivos totales, comparado con el tamaño total de la misma, como son los activos. Por esta razón, se considera que es una medida relativa (porcentual) que mide la proporción de la deuda contra el total de los recursos con los que cuenta la organización, debido a que, si el total se representa por el 100%, la diferencia consistirá en la proporción que mantiene el capital contable dentro de la estructura.

Sin dejar de lado que las empresas también acuden a un apalancamiento, que es el grado de dependencia que refleja la empresa con terceros acreedores, en el cual la organización trabaja con un porcentaje de deuda menor al de los recursos con lo que cuenta en ese momento. Este apalancamiento comienza cuando el endeudamiento alcanza el 51%, aunque este se mide generando una relación entre la deuda total y el capital contable.

Es por esto que el Project Finance se convierte, según los autores Nevitt y Fabozzi (citados por Morales, 2017), “en una sociedad de financiación, producto de una actividad económica específica, en la que el flujo de efectivo derivado de la gestión representa la fuente primaria para cubrir la deuda” (p. 6).

A su vez, esto se hará a través de la titularización de cartera, que consiste en un mecanismo de financiación, que ayuda a desvincular la base de clientes del incremento de la exposición al riesgo, como lo establece el Decreto No. 2805 de diciembre de 1994. El Ministerio de Hacienda y Crédito

Público dispuso que para efectos del cálculo total de activos ponderados por riesgo (Decreto No. 673, de 28 de marzo de 1994), los derechos fiduciarios que posean los establecimientos de crédito en los patrimonios autónomos, constituidos en desarrollo de procesos de titularización, y los títulos provenientes de procesos de titularización que adquieren los mismos, se clasificarán dentro de la categoría que corresponda al activo subyacente, como se evidencia en la siguiente ilustración.

**Ilustración 1.** Estructura de titularización



Fuente: (Pinzón Mosos, 2018).

## 1.1 La empresa

### Credivalores - Crediservicios

Es una empresa financiera no bancaria, que actualmente se encuentra como líder, originando créditos de consumo en Colombia, tiene 15 años de experiencia en el sector financiero, con presencia en 86 oficinas y puntos de atención del país y cuenta con un patrimonio de más de \$228.000 millones, con más de 7,43 billones de pesos en créditos desembolsados, siendo una

compañía vigilada por la Superintendencia de Sociedades. A continuación se presenta en la ilustración 2 el resumen de la compañía

**Ilustración 2.** Estructura de modelo de negocio



Fuente: (Credivalores – Crediservicios, S.A.S, 2017).

## 2. Justificación

El sistema financiero a nivel mundial representa uno de los mayores y más importantes sistemas de la economía global, en tanto se encarga de manipular los recursos del público en general, conformado por personas jurídicas y naturales, incentivando de esta manera la rotación del mismo y la canalización de dichos recursos hacia el sector productivo. Este sistema tiene un gran impacto en el desarrollo de los mercados mundiales, pues en caso de la existencia de inestabilidad financiera es posible que, como lo asegura el Fondo Monetario Internacional, “Reaparezca la turbulencia en los mercados. En tales circunstancias, el aumento de las primas de riesgo podría provocar un nuevo endurecimiento de las condiciones financieras que daría lugar a una perniciosa cadena de interacciones entre la fragilidad de la confianza, el crecimiento débil, niveles más bajos de inflación y cargas de deuda cada vez más pesadas” (Fondo Monetario Internacional, 2016, p. 2).

El sector financiero en Colombia se conforma tanto por entidades públicas como privadas, entidades que se encargan de manejar y regular las actividades financieras en general. El sistema financiero se divide de la siguiente manera: establecimientos de crédito, las sociedades de servicios



financieros y otras instituciones financieras. Es así como cada una de estas entidades cumple una función específica, canalizar recursos de los agentes superavitarios de la economía hacia los deficitarios, por medio de la captación de fondos del público, para su colocación de préstamos y operaciones activas (Escobar, 2013).

Según Fight (2006), las técnicas del Project Finance han posibilitado que estos se edifiquen en mercados que utilizan capital privado, lo cual constituye un elemento clave en la reducción del financiamiento gubernamental, método que resulta clave para lograr la propiedad privada de los servicios públicos tales como: la energía, el transporte y otras iniciativas de desarrollo de infraestructura; el propósito final es hacer que el Gobierno se vuelva irrelevante y lograr una sociedad donde el Estado beneficie a los marginados y el desarrollo y la explotación de infraestructura sean trasladados al capital privado.

### **3. Objetivos**

#### **3.1 Objetivo general**

- Realizar análisis de implementación sobre titularización de cartera y los mecanismos que ofrece el Project Finance en la empresa Credivalores - Crediservicios.

#### **3.2 Objetivos específicos**

- Analizar el modelo financiero del Project Finance y la manera como se realizará la aplicación de este en la empresa.
- Determinar las ventajas y las desventajas de la implementación de un modelo de Project Finance en la empresa Credivalores – Crediservicios.
- Establecer la estrategia más adecuada para la financiación en cuanto a costos de oportunidad, costos financieros y la transferencia de riesgos que se puede tener en el proyecto.

#### **4. Marco teórico**

El Project Finance consiste en una técnica de financiación de inversiones, que posee la capacidad de un proyecto para poder generar flujos de caja positivos, mas no la solidez y la solvencia de los patrocinadores, teniendo en cuenta que estos son quienes proponen la idea de negocio que se convierte en el proyecto que se financiará. Es por esto por lo que se establece que el proyecto no depende del valor de los activos o de la cantidad de dinero que los patrocinadores estarán encargados a aportar, sino de la capacidad que tendrá el proyecto para pagar la deuda que se adquiera y poder remunerar en algún momento el capital que se invirtió.

Según Richard Tinsley (citado por Mejía & Pinzón Mejía, 2000), “el Project Finance es la confianza en los flujos de efectivo futuros procedentes de un proyecto como los principales medios para el pago de su financiación; los activos, derechos e intereses se toman como garantía” (p. 12).

Es por esto por lo que se debe tener en cuenta que siendo un proyecto que no cuenta con un recurso de base, si el proyecto fracasara, los acreedores del proyecto no podrán dirigirse contra sus activos, sino únicamente contra la sociedad especialmente constituida por los patrocinadores para desarrollar el proyecto. Debido a que es un financiamiento sin recurso, por medio del Project Finance, se podrán incorporar determinados elementos que permitan un recurso limitado contra los patrocinadores en un plazo determinado. La complejidad del proyecto y de la estructura económica y financiera que se tiene, se podrán incorporar esquemas de titulización de activos, derivados financieros, garantías otorgadas por organismos multilaterales, entre otros (Echecopar & Marín Villarán, 2010).

Se debe tener en cuenta que el proyecto debe estar fuera de los balances de los patrocinadores, debido a que no existe recurso sobre el patrocinador, este tipo de proyectos involucra a varios participantes para el financiamiento y poder mitigar los riesgos, ya que la deuda es generalmente significativa y el monto de esta es alto, esto hace necesario que varios bancos e instituciones financieras se unan para llegar a reunir los compromisos de préstamo suficientes.

Al establecer que las ventajas de esta técnica de inversión son el financiamiento sin recurso, es decir, que los patrocinadores asumirán un riesgo limitado, estos patrocinadores limitarán su riesgo respecto de la ejecución del proyecto mediante la creación de la sociedad de propósito especial y, adicional, se podrá tener un alto apalancamiento que consiste en una mejor rentabilidad para dichos

patrocinadores, generando esto que se tenga una mayor rentabilidad financiera, y así se podrá aplicar las obligaciones solo respecto de la sociedad que realiza el proyecto, además de tener un riesgo compartido, debido a que esto permitirá que los riesgos que se encuentran vinculados al proyecto sean compartidos y transferidos entre los promotores, acreedores, clientes y proveedores (Barrera, 2012).

Por lo tanto, el Project Finance (Barón, 2015) se considera importante de acuerdo a la magnitud de los proyectos que se vayan a desarrollar, aunque normalmente este tipo de técnicas de financiación se utilizan para proyectos de infraestructura, también puede ser viable en producción de energía, nuevas tecnologías, telecomunicaciones, debido a que lo que buscan estos proyectos es un desarrollo económico, que tiene como objetivo que se dé un desarrollo sostenible, esto por medio de un manejo eficiente de los riesgos que puede llevar el desarrollo de esta financiación, es decir, se debe tener un buen manejo del riesgo y buscar la mayor efectividad posible.

Es así como un patrocinador puede optar por elegir este tipo de financiación por medio de dos alternativas, como son: Financiar el proyecto “On balance sheet”, que consiste en que los patrocinadores usen todos los activos y los flujos de efectivo de la empresa existente, para garantizar los fondos proporcionados por los prestamistas, determinando que si el proyecto no tiene éxito, todos los activos y los flujos de efectivo del patrocinador servirán como fuente a los acreedores y, por otro lado, sería financiar el proyecto “Of balance sheet”, que consiste en el proyecto que es desarrollado por nueva entidad y es financiado a través de un Project Finance, es así que si el proyecto no tiene éxito, los acreedores no tienen derecho sobre los activos del patrocinador. Esta opción suele ser más costosa que el “On balance sheet”, debido a que los diferentes asesores necesitan tiempo para evaluar el proyecto y negociar los términos del contrato, además que el costo de la supervisión del proceso del proyecto es muy alto (Garicano & Olmeda, 1997).

Según Fight (2006), las técnicas del Project Finance han generado la posibilidad de que estos se edifiquen en mercados que utilizan capital privado, lo cual constituye un elemento clave en la reducción del financiamiento gubernamental, siendo un método que resulta clave para lograr la propiedad privada de los servicios públicos como son la energía, el transporte y otras iniciativas de desarrollo de infraestructura, en el cual su propósito final es hacer que el Gobierno se vuelva

irrelevante y lograr una sociedad donde el Estado beneficie a los marginados, generando un desarrollo y una explotación de infraestructura.

Por otro lado, se encuentra la titularización de cartera, que consiste en una fuente de financiación de proyectos de inversión, que tiene grandes ventajas para originadores e inversionistas, siendo una herramienta para movilizar activos e impulsar el mercado.

Esto permitirá que el asesor otorgue el crédito al comprador, luego, este vende la cartera que ha colocado a la entidad que se desempeña bajo una estructura de titularización, en donde la función consiste en empaquetar las hipotecas individuales en títulos para venderlos en el mercado de capitales. En este proceso interviene agentes secundarios como son el asegurador del riesgo crediticio, en donde si hay algún problema con el servicio de la deuda titularizada, el asegurador responde por el faltante, esto se da debido a que estos cobran una prima, normalmente una fracción del rendimiento bruto del título. Si el asegurador tiene una calificación crediticia óptima, esta se traslada automáticamente a los títulos que asegura.

Por otra parte, se encuentra la calificadora de riesgos, que examina las características de los activos que respaldan los títulos para evaluar el riesgo de incumplimiento y la garantía que da el asegurador del riesgo crediticio. El resultado es que el título recibe la calificación máxima y luego de la estructuración y de la calificación, el banco de inversión procede a vender el título a inversionistas institucionales, por ejemplo, un fondo de pensiones, un banco comercial o un fondo de cobertura.

Es por esto que se establece que la titularización incluye los procedimientos para emitir papeles en oferta pública a partir de subyacentes específicos, lo que requiere un conocimiento especializado de la estructuración de emisiones con este fin, y una organización en la que interactúen los agentes que realicen ciertas actividades en el mercado de valores, para producir documentos o instrumentos financieros negociables; es por esto que por medio de la innovación se ha logrado modificar la técnica o la destreza para emitir valores, el conocimiento de la manera de desarrollar títulos más complejos que tienen respaldo en un subyacente, la organización para realizar este tipo de procesos desintermediados que financian a los originadores y los productos resultantes, que no son títulos valores pero tienen sus características y prerrogativas (Barón, 2015).

Teniendo en cuenta la importancia del flujo de caja, que es donde se registran todas las transacciones tanto de ingresos como de egresos, determinando las salidas y las entradas de dinero a la organización y controlando los saldos, se realizan proyecciones que permitan en un plazo establecido, que la organización realice actividades que le permitan percibir ingresos que contribuyan al logro de los objetivos establecidos.

Se deben controlar los ingresos de la compañía, los cuales le permiten cumplir con las obligaciones establecidas como los pagos a proveedores, compras de contado, nómina, obligaciones laborales y demás, relacionados con la actividad principal de la misma organización, e igualmente registra saldos y movimientos de acuerdo a la política de recaudo de cartera, según convenio establecido con cada uno de sus clientes, cuentas por cobrar a socios, deudores varios y demás que tenga la empresa según su actividad comercial. Así mismo, controla las salidas de efectivo hacia los diferentes proveedores, verificando los saldos tanto en efectivo disponible en caja, como en saldos en bancos y saldos en mercancías. Se encarga de realizar la consecución de recursos, con tasas que favorezcan los intereses de la compañía, para que al conseguir tasas se genere un ingreso mayor, ya que al colocar dichos recursos, se tendrá una tasa mayor.

Contando con cifras claras y fidedignas, la empresa puede realizar proyecciones a través del flujo de caja, lo cual le permite establecer metas a corto, mediano y largo plazo, en busca de conseguir ingresos para la compañía y crear nuevas estrategias de mercado. Es necesario destacar que, además de las ventajas derivadas del análisis de la información del estado de flujos de caja correspondiente a un período, es importante analizar su tendencia para estimar datos futuros a partir de datos que ha tenido la empresa en el pasado, y la consistencia de la tendencia que consiste en el análisis de las variaciones más significativas en la relación de un año a otro.

Es por esto que teniendo clara la importancia de los flujos de caja, se podrá realizar la titularización que permite la posibilidad de transferir sus créditos, incluyendo las garantías o los derechos sobre los mismos y sus respectivas garantías, a sociedades titularizadoras, a sociedades fiduciarias en su calidad de administradoras de patrimonios autónomos o a otras instituciones autorizadas por el gobierno nacional, con el fin de que estas emitan títulos para la financiación de la construcción (Brownlow, 2010).

Por medio de las entidades financieras se puede llevar a cabo todos estos procesos, que consisten en una agrupación que tiene como objetivo y fin ofrecer servicios de carácter financiero, que van desde la simple intermediación y asesoramiento al mercado de los seguros o créditos bancarios, teniendo en cuenta que estas entidades están conformadas por bancos, sociedades fiduciarias, compañías de seguros y agentes de inversión, en donde se deposita el dinero que sirve para la obtención de préstamos y divisas de cambio (Economipedia, 2018).

Estas entidades se encuentran vigiladas por la Superintendencia Financiera, con el fin de cumplir con las obligaciones y garantizar que se respeten los derechos de los usuarios, es por esto que deben suministrar información al público respecto de los Defensores del Consumidor Financiero, entregar el producto o prestar el servicio debidamente bajo las condiciones pactadas, las entidades también deben emplear adecuados estándares de seguridad y calidad en sus productos y servicios, suministrar información comprensible y publicidad transparente, clara, veraz y oportuna sobre los productos y servicios ofrecidos. Elaborar los contratos y anexos de forma clara y con letra legible a simple vista. Estos documentos deben ser puestos a disposición del cliente para su aceptación, para que de esta manera el consumidor pueda tener a disposición los comprobantes de los pagos, transacciones u otras operaciones realizadas, reportar a las Superintendencia Financiera el precio de todos los productos y servicios que se ofrecen de manera masiva.

Las empresas con el fin de obtener mayor rentabilidad y competitividad pueden aplicar un modelo de negocio, lo que para Amit y Zott (citados por Ricart, 2009) significa: “un modelo de negocio que explicita el contenido, la estructura y el gobierno de las transacciones designadas, para crear valor al explotar oportunidades de negocio” (p. 15). El contenido de las transacciones hace referencia a los productos o a la información intercambiada, así como a los recursos y capacidades requeridos para ello. La estructura de la transacción se refiere a las partes participantes, sus relaciones y su forma de operar.

En estos modelos de negocio, se debe tener en cuenta que cada organización cuenta con el recurso humano para llevar a cabo las labores diarias, con el objetivo de cumplir metas a corto, largo y mediano plazo dentro de la organización, ya que los medios de trabajo no son solo los instrumentos materiales y técnicos que facilitan la producción de un bien, como puede ser una máquina, sino que también es necesaria la fuerza laboral que contribuye a la elaboración de un producto de calidad, que será ofrecido a los clientes reales y potenciales dentro de cada organización.

Por lo tanto, cada organización debe proporcionar oportunidades a cada colaborador para que este se realice, se sienta satisfecho en su trabajo y motivado a continuar colaborando, perfeccionándose y aportando constantemente todo lo que sabe, ya que generar motivaciones a los colaboradores genera mayores resultados, para evitar resistencia y que esta sea convertida en buena voluntad; de esta manera, a través de la administración, se puede garantizar el cumplimiento de las tareas por parte de los colaboradores, para que así se integren y cumplan metas y objetivos organizacionales, así mismo, se debe buscar una organización de tipo abierto que son aquellas que interactúan con los demás con el fin de ofrecer algo de buena calidad y, de esta forma, se tome la administración como una disciplina necesaria para que se dé un crecimiento constante.

Se determina que el modelo de negocio será la manera como la empresa se plantea, con el fin de generar ingresos y beneficios, definiendo los clientes, diferenciando ofertas, creando valores para los clientes, consiguiendo fidelizar más clientes y poder obtener utilidades. Por lo tanto, el modelo de negocio, al conectar elecciones y consecuencias, permite integrar en un solo elemento los aspectos de posicionamiento y sostenibilidad, dando una visión a la vez realista y dinámica del desarrollo de la ventaja competitiva (Ricart, 2009).

Teniendo en cuenta que se pueden tener riesgos, que es la posibilidad de perder una parte o toda su inversión inicial o la probabilidad de obtener ganancias inferiores a lo previsto, con una desviación promedio de la rentabilidad de un activo con respecto a su rentabilidad media, llegamos a lo que se conoce como volatilidad y, cuanto mayor sea, mayor es el riesgo que se debe asumir para alcanzar la rentabilidad deseada.

Existen varios riesgos como son riesgo comercial o de negocio, este se define cuando se tiene la posibilidad de que el volumen de ventas baje a niveles que no generen ninguna utilidad de operación, debido al alto nivel de gastos fijos; el riesgo financiero, que es la posibilidad que existe que los costos fijos de financiamiento se incrementen por factores que hagan que las tasas de intereses se eleven y que no se tenga una buena utilidad de operación para cubrirlos; el riesgo sistémico en cada país es variable por tal motivo se deben tener en cuenta varios factores que afectan la economía del país, como son el crecimiento económico, que consiste en el aumento de la renta o del valor de los bienes y servicios, producidos por la economía del país, teniendo en cuenta la inflación, que es el proceso que se da por un desequilibrio entre la producción y la demanda, que podría ocasionar un déficit fiscal, y generar una diferencia negativa entre los

ingresos y los egresos públicos del país, ocasionando también un desempleo considerable, que es cuando una persona en condiciones normales tiene la capacidad de trabajar y no consigue un puesto para poder desempeñarse. Por lo tanto, se necesita una política fiscal, que configure el presupuesto del Estado, teniendo balanceado el gasto público y los impuestos, que permitan tener un control para asegurar y mantener la estabilidad económica y una política monetaria, en donde el Gobierno establezca el dinero que se destinará a cada problemática, teniendo una disponibilidad permanente de dinero. También generando un apoyo al sector hotelero y turístico, ya que por medio de este, se muestran las oportunidades que brinda el país, y se genera tráfico de turistas que invierten algo en las visitas que realizan a los distintos sitios que tiene Colombia.

También se debe tener en cuenta, a su vez, el sistema monetario que consiste en la fijación de un valor de todos los objetos de un territorio, en el cual se establece un estándar de valor a un determinado objeto, ese mismo valor es el usado como medida de riqueza y referencia de valor de todos los demás bienes y servicios que pueda haber. Entre los elementos del sistema monetario, se encuentran las personas que intervienen en un mercado y todas las mercancías que se pueden intercambiar en el mismo, otro elemento son las unidades monetarias, estas pertenecen a un nivel de realidades completamente abstractas, otro serían los valores mercantiles y, finalmente, los instrumentos monetarios, que se trata de un nivel de realidades mixtas.

## **5. Antecedentes**

La economía se da en mayor medida por el capital humano, basados en los conocimientos que cada persona va adquiriendo en cada industria en la que desempeña una labor, ya que dichos conocimientos se irán transmitiendo de persona a persona y pueden ayudar a la innovación, la creación y la ejecución de nuevas ideas, que a futuro se podrán explotar y generar así un crecimiento no solo económico, sino a nivel de un desarrollo humano.

El principal mecanismo para potencializar la economía es la productividad, nada diferente a hacer más y mejor con los mismos factores de producción, que sería el capital y el trabajo, debido a que cuando las empresas alcanzan tasas de crecimiento de la productividad cada vez más altas y sostenidas, se genera un círculo virtuoso con externalidades positivas para la sociedad. Fue así



como para Adam Smith la economía era considerada una disciplina independiente, en la que se tenía como base principal el bienestar en el trabajo como un elemento fundamental, ya que la división del trabajo es sinónimo de productividad.

Fue así como la economía se utilizaba para producir y distribuir los aspectos económicos de una sociedad, teniendo en cuenta que el éxito de esa disciplina científica se basó en herramientas notables del pensamiento económico, como eran la teoría neoclásica, en donde cada vez era menor el contenido encontrado por parte de los investigadores en la época de 1950 sobre el crecimiento económico y, en especial, sobre el aumento en la productividad vividos con el pasar de los años en los países desarrollados, empezando por la producción resultante gracias al aumento en cuanto a capital. Fue esta la razón por la que la teoría neoclásica del crecimiento económico tomó la decisión de ingresar a sus actividades de producción el tema del progreso tecnológico, como un factor explicativo del aumento de la productividad frente a la producción, esto teniendo en cuenta el supuesto de que dicho progreso tecnológico puede reflejarse en términos de una tasa global.

Se establece que la economía lo que permite es intentar representar el mundo de las organizaciones, bajo las distintas teorías económicas de la información y los enfoques neoclásicos que consisten en orientar, dirigir y controlar los esfuerzos de un grupo de individuos, para lograr un fin común con un mínimo de recursos y de esfuerzo. De esta manera, la economía no solo producirá conocimiento sobre las cuentas y los estados financieros, sino que estas cuentas serán el medio para dar información de una realidad más compleja que las mismas cuentas. Y así, la economía tiene una orientación de carácter económico, y por esto se maneja el flujo de la riqueza económica a nivel de su creación, su distribución y su destrucción, ya que la economía no es un grupo de conocimientos acabados, sino que, por el contrario, es un proceso de construcción permanente.

Es así como el sector financiero en un país está siempre ligado a la sociedad y a su economía, la economía colombiana a lo largo de doscientos años de vida inició con esquemas de crédito heredados de la Colonia, después de vivir las experiencias de la banca libre, de la banca centrada en la operación de corto plazo, de la banca de fomento, de la banca estatal y de la banca especializada, hasta llegar a la banca universal de hoy en día; en esa época también hubo mecanismos de ahorro y crédito, en el cual se recibía dinero a interés y lo prestaba para ganarse el margen de intermediación. La Iglesia Católica, confundida con la Corona española, estableció

maneras para otorgar crédito a través de una especie de hipoteca de los inmuebles, la capellanía, por medio de la cual algunos bienes quedaban sujetos al cumplimiento de misas y de otros compromisos religiosos.

La idea consistió en establecer un banco estatal para financiar al Gobierno, se plasmó por primera vez en el Congreso Constituyente de Cúcuta en 1821, pero no prosperó. Al nacer la República, el crédito público dependió de los préstamos de los comerciantes antioqueños al Gobierno central, de las contribuciones forzosas y de los empréstitos ingleses. En 1833, una ley consideró que la actividad bancaria formaba parte de la comercial y fue así como en 1839, Judas Tadeo Landinez constituyó en Bogotá un establecimiento mercantil y financiero, que un par de años más tarde se convirtió en una compañía de giro y descuento (Revista Dinero, 2010).

Seguido a esto, la banca comercial se iniciaría en los años sesenta del siglo XIX, cuando la economía comenzó a vincularse con el extranjero a través de las exportaciones agrícolas, en el cual se implantó el modelo conocido como de banca libre, bajo el cual, en ausencia de un banco central y de la regulación estatal, los mismos bancos eran responsables de que se mantuviera la confianza del público en los billetes convertibles en oro, que emitían en un ambiente de libre competencia (Revista Dinero, 2010).

## **6. Metodología del Project Finance, propuesta de estructuración de un proceso de titularización de cartera**

La relevancia del sistema financiero también se puede evidenciar por medio de la población que busca la necesidad de adquirir créditos de libre consumo, empleados y/o funcionarios que hacen parte de las empresas del Estado colombiano, para incrementar el indicador de cartera en el sector de las libranzas. Para este caso, se determina el perfil de riesgo de cada cliente, se indaga el comportamiento reportado por las centrales de riesgo, y así se establece la tasa de intereses a la cual se va otorgar el crédito, según las tasas actuales que generan el mercado. Teniendo en cuenta el valor de la cartera, existe la posibilidad de realizar una titularización para transferir los activos subyacentes a un SPV y así proyectar los flujos futuros que devengan la cartera, generando un ingreso al SPV. Una vez iniciado, la estructura del SPV tiene la posibilidad de emitir un bono, dando

como garantía los flujos generados por la cartera, para que inversionistas decidan invertir en la estructura de la operación y determinar las condiciones en cuanto al monto, tasas, y plazos de pago en capital e intereses, y así trasladar los recursos al promotor de la estructura para generar crecimiento al sector.

### **6.1 Análisis de las fuerzas del mercado**

En esta prueba se hace un análisis estructural de las fuerzas del mercado, el cual se trata de una metodología de análisis sectorial, con base a herramientas de tipo cuantitativo y cualitativo, las cuales permiten realizar un diagnóstico del acontecer de sectores estratégicos y propone una serie de alternativas para, de esta manera, lograr resultados financieros superiores. Este análisis está basado en el modelo de Porter (1997), el cual expone cinco fuerzas: poder de negociación con los clientes, nivel de rivalidad entre los competidores, riesgo de ingreso-barreras de entrada, poder de negociación con los proveedores y amenaza de bienes sustitutos.

### **6.2 Riesgo de ingreso-barreras de entrada**

Al hacer el análisis del riesgo de ingreso al sector financiero, se puede concluir que el país tiene un nivel bajo en barreras de entrada, lo cual aumenta el nivel de riesgo de industria. Al querer formar una empresa, se requiere de información detallada sobre los accionistas potenciales, un estudio de viabilidad de la compañía, incluyendo en este las distintas líneas de negocio que la firma está dispuesta a ofrecer, su gestión, su infraestructura, la tecnología que usará en sus productos o servicios, entre otras cosas. Cualquier persona o grupo que quiera llevar a cabo este proceso, puede recibir la opinión de un tercero, en caso de oposición de este proyecto.

### **6.3 Nivel de rivalidad entre los competidores**

Se sabe que el ingreso de una nueva empresa a cualquier sector aporta capacidad adicional, recursos sustanciales y deseos de obtener una participación en dicho mercado, lo que hace que los precios bajen. En el mercado financiero los nuevos competidores son una amenaza constante, puesto que con el pasar de los años se incorporan nuevos competidores al mercado, como compañías extranjeras o entidades financieras, que encuentran en los seguros una nueva manera de conseguir ingresos adicionales.

Los bancos son los rivales más peligrosos, al contar con infraestructuras comerciales establecidas y una cartera amplia de clientes, a los que les pueden ofrecer cualquier tipo de seguro, la amenaza de ingresos al sector depende de barreras de entrada, que en este caso son relativamente bajas, puesto que no se necesitan grandes economías de escala para su distribución, escasa diferenciación de producto, pocos requisitos de capital, y no se necesita una experiencia profesional elevada.

#### **6.4 Poder de negociación de los proveedores**

Los proveedores de un sector pueden ejercer poder de negociación al momento de decidir elevar los precios, con la actual subida de precios del sector, se están ampliando paulatinamente los márgenes de beneficios, lo que lleva a las aseguradoras a trasladar este aumento a los distribuidores.

#### **6.5 Poder de negociación de los clientes**

Los clientes tienen un poder de negociación de acuerdo a su puntaje, lo cual se ve evidenciado en el sector financiero, que no es solo de servicios sino también de precios, los cuales en algunos casos son altos, por lo cual los clientes a veces necesitan requerir a estos tipos de financiación, ya que requieren un crecimiento organizacional.

#### **6.6 Estudio de competidores**

Otra prueba que hace parte del análisis del sector es el estudio de competidores, el cual identifica la posición estratégica de las empresas que conforman el sector, la idea de este estudio es observar de manera detallada cómo ha sido el comportamiento de ingresos, costos y utilidades de las empresas, en pro de analizar su crecimiento y ver qué tan efectivas son sus políticas estratégicas y de productividad.

#### **6.7 Supuestos del sector**

Como todos, este sector también tiene supuestos, los cuales se fundamentan en aquellos paradigmas de cómo es la producción y la gama de productos, por lo cual se genera convergencia

cuando los empresarios se limitan a cumplir con estas reglas y las estrategias de crédito que deben considerar para tener un crecimiento.

## **6.8 Crecimiento potencial del sector**

El crecimiento potencial sostenible es aquel que demuestra si una empresa ha crecido o ha decaído en el mercado, para hallar este crecimiento se estudia la parte interna, es decir, el crecimiento intrínseco, el cual se da por el uso de los recursos que solo ofrece la empresa, y la parte externa (crecimiento extrínseco) es resultado del uso de recursos externos. El resultado de este estudio es fundamental para la toma de decisiones con el objetivo de ofrecer mejoras. El análisis se realiza a cada empresa del sector, ya que cada una cuenta con datos diferentes.

## **6.9 Análisis de erosión**

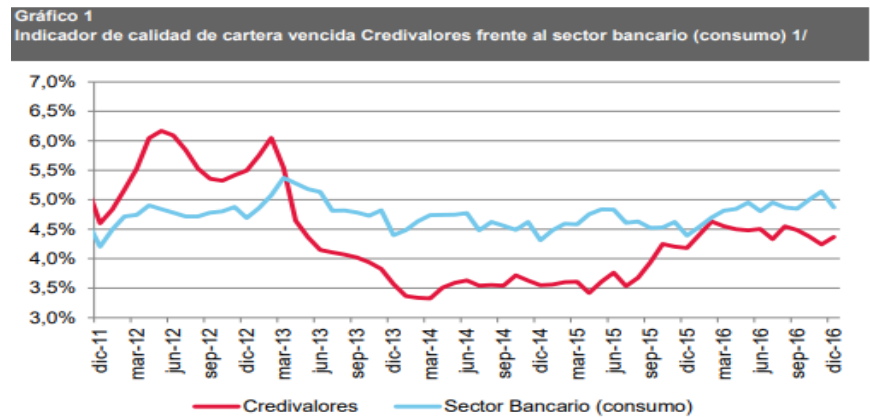
En forma de complemento del análisis del crecimiento potencial sostenible, el proceso a seguir es realizar un análisis de la erosión en la empresa Credivalores - Crediservicios, de tal forma que se pueda ver reflejado en los resultados qué tan afectada se encuentra la ejecución de su estrategia o, en otro caso, qué tan bien o mal es su productividad.

# **7. Análisis de resultados**

## **7.1 Originador**

La estructura de proceso de titularización inicia por el originador “Credivalores – Crediservicios”, que tiene la calidad de otorgar créditos a través de descuentos de libranza, por medio del registro único nacional de entidades operadoras de libranza. La colocación es ofrecida a las entidades públicas, especialmente a los funcionarios que realizan la carrera pública en cada entidad. La cartera que es administrada y otorgada por Credivalores – Crediservicios tiene una calificación riesgo denominada en “AAA”, es decir, la probabilidad de incumplimiento por parte del cliente es muy bajo, según el comportamiento histórico de esta cartera, como se evidencia en la ilustración 3, llamada “Indicador de calidad de cartera vencida Credivalores frente al sector bancario (Consumo)”, emitida por BRC Standard & Poor’s.

**Ilustración 3.** Indicador de calidad de cartera vencida Credivalores frente al sector bancario



Fuente: (Credivalores- Crediservicios S.A.S , 2018).

El proceso inicial de titularización comenzó con la transferencia de activos subyacentes, generadores de flujos de caja futuros, para este caso, cartera de libranza de consumo, representada por un monto de \$345.500 millones. La vida de cada crédito tiene un plazo determinado a 60 meses, indexado a una tasa Efectiva Anual, proyectada para los flujos según lo reportado por la Superintendencia Financiera de Colombia, para los créditos de consumo en general, la tasa está basada según lo reportado por Bancolombia.

Cartera consumo descuentos de Libranza		
Plazo Cartera		60 Meses
Calificación Cartera		AAA
Monto Titularizada	\$	345.500
Pago SPV a CV	\$	279.962
Monto Sobrecolateralización	\$	65.538
Monto Sobrecolateralización %		19%
ICV		4,5%

Cartera Descuento Libranza		
Monto Cartera	\$	345.500
Tasa EA Proyectada Bancolombia		Tasa EA
		22,91%
Tasa EA Semestral		10,86%
Flujos		10

Periodos	Cuota	Intereses	Capital	ICV	Saldo
					\$ 345.500
1	58.334	37.538	20.796	936	324.704
2	58.334	35.278	23.056	1.038	301.648
3	58.334	32.773	25.561	1.150	276.087
4	58.334	29.996	28.338	1.275	247.749
5	58.334	26.917	31.417	1.414	216.332
6	58.334	23.504	34.830	1.567	181.502
7	58.334	19.720	38.614	1.738	142.888
8	58.334	15.524	42.810	1.926	100.078
9	58.334	10.873	47.461	2.136	52.617
10	58.334	5.717	52.617	2.368	-

\* Cifras expresadas en millones de pesos

Fuente: (Pinzón Mosos, 2018).

Los flujos son proyectados a 10 periodos semestrales, asumiendo la tasa de intereses Efectiva Anual, convirtiéndola a Tasa Semestral. El recaudo de cartera para el cliente está basado en cuota fija, dentro de esta incluye el valor y la participación correspondiente a abono a capital e interés, en cuanto al ICV (Indicador de Cartera Vencida), se tomó el 4,5%, según lo reportado por la calificadora de riesgo BRC Standard & Poor's. En cuanto al monto de sobrecolateralización de la cartera es el 19%, correspondiente al colchón para cubrir los diferentes siniestros como son: prepagos, incumplimiento de pago y cambio de calificación de cartera. Así mismo, el administrador de los activos subyacentes es encargado por el originador, incluyendo la gestión de recaudo de conformidad con el reglamento de la emisión.

## 7.2 Fondo de inversión

Es el vehículo con propósito especial para recibir los activos subyacentes “Cartera de libranza”, que se encarga de la canalización de los flujos de caja futuros derivados de los mismos, que constituyen la fuente de pago de los títulos emitidos en desarrollo del proceso de titularización.

Se emitirá un bono por valor de USD 97.000.000, en el que se pagará una tasa cupón del 6%, tomando como referencia la tasa cupón que paga los bonos emitidos por el Estado colombiano, al momento de emitir el bono tendrá un precio facial 96.82, es decir, el bono es a descuento, debido a que el Yild es mayor que la tasa cupón. La decisión de emitir el bono en el mercado exterior es debido a dos factores fundamentales que influyen en la estructura del SPV: el primero de estos factores es la tasa de intereses, debido a que en el mercado local ofrece un interés mayor respecto

al mercado exterior, la segunda variable es el valor de la titularización que es alto, el cual conlleva adquirir los recursos con mayor facilidad en el exterior; en realidad en Colombia es difícil que los inversionistas tomen la decisión de ser parte de esta estructura, debido al costo de esta. Para finalizar, el bono tendrá una calificación emitida por las calificadoras de riesgo BRC Standard & Poor's y Fich.

#### Ilustración 4. Título TDD BGLT10280126

• Resumen del mercado TDD		Ver detalles ▾	
• Operaciones		Ver detalles ▾	
• Características de la Especie		cerrar ▾	
Nemotécnico:	BGLT10280126	Código Superfinanciera:	COL17CBVB000
Tipo de Título	TDD	ISIN:	US195325CX13
Emisor:	GNA	Fecha Emisión:	2016-01-28
Fecha Vencimiento:	2026-01-28	Modalidad de Pago:	SV
Estado:	A	Moneda:	TRM
Tasa de Referencia:	FS	Tasa Cupón:	4.5
• Información del Emisor		Ver detalles ▾	

Fuente: (Bolsa de Valores de Colombia, 2016).

Condiciones Emisión Bono	
Monto Emisión	USD 97.000.000
Fecha Valoración	27-Jul-18
Fecha Emisión	27-Jul-18
Fecha Vencimiento	27-Jul-23
Plazo (años)	5
Cupón	6,00%
Yield	6,75%
Pagos Cupones	Semestral
Precio (%)	96,86
Base Cupón	30/360
Calificación de la Emisión	B+ (estable) por S&P B+ (estable) por Fitch
Fees / Intermediation	3%

Fuente: (Pinzón Mosos, 2018).

En cuanto a la monetización de la emisión del bono, tenemos un recurso total de USD 97.000.000, el cual tendrá un neto a recibir de USD 91.351.140, debido a la aplicación de las deducciones de precio del bono y comisiones. De igual forma, se procedió a realizar la monetización del valor



nominal en USD a pesos, de acuerdo con la Tasa Representativa del Mercado (TRM) reportada por el Banco de la República, representados en \$ 264.178 mil millones.

Ingresos Recursos		
Monto Inicial		USD 97.000.000
Monto Precio		USD 93.956.140
Descuentos Fees		USD 2.425.000
Recursos Netos		USD 91.531.140
Tasa Anual		6,0%
Tasa Semestral		3,0%
Tasa Monetización	\$	2.886,21
Recursos Netos \$	\$	264.178
Precio Descuento Bono \$	\$	8.785
Fees Emission Bono \$	\$	6.999

\* Cifras expresadas en millones de pesos

Fuente: (Pinzón Mosos C. E., Ingresos Recursos, 2018).

A continuación, se relaciona el flujo de pago en USD y en pesos, expresado a la TRM de la monetización:

Flujos en USD	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
(91.531.140)	2.910.000	2.910.000	2.910.000	2.910.000	2.910.000	2.910.000	2.910.000	2.910.000	2.910.000	99.910.000
TIR	0									
Costo Bono	3.573.704	3.573.704	3.573.704	3.573.704	3.573.704	3.573.704	3.573.704	3.573.704	3.573.704	3.573.704
Intereses Cupón	2.910.000	2.910.000	2.910.000	2.910.000	2.910.000	2.910.000	2.910.000	2.910.000	2.910.000	2.910.000
Costo Precio / Fees Emission	663.704	663.704	663.704	663.704	663.704	663.704	663.704	663.704	663.704	663.704
Capital										97.000.000

Flujos en Pesos	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Costo Bono	10.314	10.314	10.314	10.314	10.314	10.314	10.314	10.314	10.314	10.314
Intereses Cupón	8.399	8.399	8.399	8.399	8.399	8.399	8.399	8.399	8.399	8.399
Costo Precio / Fees Emission	1.916	1.916	1.916	1.916	1.916	1.916	1.916	1.916	1.916	1.916
Capital										279.962

\* Cifras expresadas en millones de pesos

Fuente: (Pinzón Mosos C., 2018).

### 7.3 Mecanismos de cobertura

De acuerdo con la exposición en la tasa de cambio, a la cual está expuesta el vencimiento del pago de cada cupón y el principal, el fondo de inversión decide mitigar el riesgo mediante la estructura

llamada instrumentos financiero derivado “Cross Currency Swap”, permitiendo al fondo de inversión intercambiar los flujos de pagos de pesos y recibir dólares, así mismo, intercambiar la tasa de intereses. A continuación, se relaciona la proyección de los flujos bajo la estructura del “Cross Currency Swap”.

<b>Instrumento Financiero Derivado</b>	
<b>Condiciones Cross Currency Swap</b>	
Fecha Inicio	27-Jul-18
Fecha Vencimiento	27-Jul-23
Cupones	Semestral
Capital	Vencimiento
Tasa Pactada	\$ 2.930
Tasa Cupón Anual	8%
Tasa Cupón Semestral	4%
Monto USD	USD 97.000.000
Monto \$	\$ 284.210

<b>Flujos en Pesos</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>10</b>
Cupones	11.368	11.368	11.368	11.368	11.368	11.368	11.368	11.368	11.368	11.368
Capital										284.210

\* Cifras expresadas en millones de pesos

Fuente: (Pinzón Mosos C., 2018).

En el cual se encuentra la proyección de flujos semestrales, donde se evidencia el recaudo de cartera, así mismo, los vencimientos de las condiciones del bono y el pago de la estructura del “Cross Currency Swap”.

<b>Flujo Cartera</b>	<b>FLUJOS DE PAGOS</b>										<b>Total</b>
	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>10</b>	
Capital Cartera	\$ 20.796	\$ 23.056	\$ 25.561	\$ 28.338	\$ 31.417	\$ 34.830	\$ 38.614	\$ 42.810	\$ 47.461	\$ 52.617	\$ 345.500
Intereses Cartera	\$ 37.538	\$ 35.278	\$ 32.773	\$ 29.996	\$ 26.917	\$ 23.504	\$ 19.720	\$ 15.524	\$ 10.873	\$ 5.717	\$ 237.842
ICV	\$ (936)	\$ (1.038)	\$ (1.150)	\$ (1.275)	\$ (1.414)	\$ (1.567)	\$ (1.738)	\$ (1.926)	\$ (2.136)	\$ (2.368)	\$ (15.548)
<b>Total</b>	<b>\$ 57.398</b>	<b>\$ 57.297</b>	<b>\$ 57.184</b>	<b>\$ 57.059</b>	<b>\$ 56.920</b>	<b>\$ 56.767</b>	<b>\$ 56.597</b>	<b>\$ 56.408</b>	<b>\$ 56.198</b>	<b>\$ 55.966</b>	<b>\$ 567.794</b>
<b>Flujo Emisión Bono - Derivado CCS</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>10</b>	<b>Total</b>
Cupón Bono	\$ 8.399	\$ 8.399	\$ 8.399	\$ 8.399	\$ 8.399	\$ 8.399	\$ 8.399	\$ 8.399	\$ 8.399	\$ 8.399	\$ 83.989
Costo Precio / Fees Emisión	\$ 19.156	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 19.156
Costo Tasa Cupón CCS	\$ 2.970	\$ 2.970	\$ 2.970	\$ 2.970	\$ 2.970	\$ 2.970	\$ 2.970	\$ 2.970	\$ 2.970	\$ 2.970	\$ 29.695
Costo Diferencia en Cambio CCS	\$ 4.248	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 4.248
Capital Bono	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 279.962	\$ 279.962
<b>Total</b>	<b>\$ 34.772</b>	<b>\$ 11.368</b>	<b>\$ 11.368</b>	<b>\$ 11.368</b>	<b>\$ 11.368</b>	<b>\$ 11.368</b>	<b>\$ 11.368</b>	<b>\$ 11.368</b>	<b>\$ 11.368</b>	<b>\$ 291.331</b>	<b>\$ 417.050</b>

\* Cifras expresadas en millones de pesos

Fuente: (Pinzón Mosos C., 2018).

A continuación, se evidencian los resultados de la estructura de titularización.

Estado de Resultados	Año 1		Año 2		Año 3		Año 4		Año 5		Total
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
<b>Ingresos</b>	\$ 37.538	\$ 35.278	\$ 32.773	\$ 29.996	\$ 26.917	\$ 23.504	\$ 19.720	\$ 15.524	\$ 10.873	\$ 5.717	\$ 237.842
<b>Costo Financiero</b>	\$ (11.368)	\$ (11.368)	\$ (11.368)	\$ (11.368)	\$ (11.368)	\$ (11.368)	\$ (11.368)	\$ (11.368)	\$ (11.368)	\$ (11.368)	\$ (113.684)
Cupón Bono	\$ 8.399	\$ 8.399	\$ 8.399	\$ 8.399	\$ 8.399	\$ 8.399	\$ 8.399	\$ 8.399	\$ 8.399	\$ 8.399	\$ 83.989
Costo Tasa CCS	\$ 2.970	\$ 2.970	\$ 2.970	\$ 2.970	\$ 2.970	\$ 2.970	\$ 2.970	\$ 2.970	\$ 2.970	\$ 2.970	\$ 29.695
<b>Utilidad Bruta</b>	\$ 25.234	\$ 22.872	\$ 20.255	\$ 17.353	\$ 14.135	\$ 10.568	\$ 6.614	\$ 2.230	\$ (2.631)	\$ (8.019)	\$ 108.610
Provisión Cartera	\$ (936)	\$ (1.038)	\$ (1.150)	\$ (1.275)	\$ (1.414)	\$ (1.567)	\$ (1.738)	\$ (1.926)	\$ (2.136)	\$ (2.368)	\$ (15.548)
Amortización Diferencia en Cambio CCS	\$ (425)	\$ (425)	\$ (425)	\$ (425)	\$ (425)	\$ (425)	\$ (425)	\$ (425)	\$ (425)	\$ (425)	\$ (4.248)
Amortización (Gastos Emisión Bono)	\$ (1.916)	\$ (1.916)	\$ (1.916)	\$ (1.916)	\$ (1.916)	\$ (1.916)	\$ (1.916)	\$ (1.916)	\$ (1.916)	\$ (1.916)	\$ (19.156)
<b>Utilidad Operacional</b>	\$ 21.957	\$ 19.495	\$ 16.764	\$ 13.737	\$ 10.381	\$ 6.661	\$ 2.536	\$ (2.037)	\$ (7.107)	\$ (12.728)	\$ 69.659
<b>EBITDA</b>	\$ 25.234	\$ 22.872	\$ 20.255	\$ 17.353	\$ 14.135	\$ 10.568	\$ 6.614	\$ 2.230	\$ (2.631)	\$ (8.019)	\$ 108.610

\* Cifras expresadas en millones de pesos

Fuente: (Pinzón Mosos C., 2018).

## 8. Conclusiones

El inicio de la estructura de la titularización está conectado con el análisis de Porter (1997), frente a los resultados en cuanto al estudio de mercado que realiza Credivalores – Crediservicios, para otorgar créditos de libre consumo a determinados sectores económicos; existe la disputa por los beneficios y servicios que ofrece la empresa para que el cliente pueda tomar la mejor decisión y así acceder al crédito, y pueda comparar las condiciones que ofrecen los competidores. Dentro de la estructura y modelo de negocio, la empresa está en constante crecimiento por la innovación en sus servicios, infraestructura y tecnología, que impulsa al crecimiento de sector de la libranza y financiero, donde existe la posibilidad de incrementar la inversión extranjera y ofrecer a los inversionistas rentabilidades considerables que no las brindan en otros mercados.

En cuanto a los beneficios de la titularización, encontramos que a través de este proceso se puede obtener mayor liquidez a corto plazo, buscando optimizar el uso de los activos transfiriéndolos al SPV, este último retorna el valor total de la titularización y, de esta manera, el originador obtiene un nivel de liquidez alto para poder operar su modelo de negocio, es decir, colocar cartera en el mercado de libranzas y así poder impulsar el movimiento de cartera dentro de la compañía y ofrecer mejores indicadores financieros.

Otra de las principales ventajas que proporciona el financiamiento por medio de la titularización, se refiere a la flexibilidad financiera, la cual permite acceder a tasas de interés que ofrece el

mercado exterior con respecto a las que se ofrecen internamente. Adicionalmente, el originador, a petición del fondo de titularización, cumple la función de administrador de los activos, lo cual permite la obtención de ingresos adicionales y sostiene el control estratégico de las relaciones con sus clientes.

De acuerdo con los argumentos relacionados anteriormente, Credivalores – Crediservicios ve un potencial para iniciar una estructura de transferencia de activos subyacentes, como es la cartera de libre consumo, debido a la proyección, liquidez y rentabilidad que generan estos títulos que hacen que pueda ser negociables dentro del marco general del Project Finance, para constituir una operación de titularización de cartera.

Por lo tanto, el Project Finance, especialmente la titularización de cartera, aporta la viabilidad y rentabilidad del proyecto en la financiación de este modelo de estructura, en el que las empresas del sector de libranza y financiero, se dan a conocer en el mercado extranjero por adoptar estas operaciones, y así generar confianza y crecimiento económico país.

## Referencias

- Barón, C. B. (2015). La titularización en Colombia: Veinte años de regulación 1993-2013. *Revista de Economía Institucional*, 259-294.
- Barrera, L. C. (2012). Perspectiva legal de la financiación de proyectos "project finance" y el manejo de riesgo. *Revista de Derecho Privado*, 211-243.
- Bolsa de Valores de Colombia (2016). Título TDD BGLT10280126. Obtenido de [https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Mercados/enlinea/rentafija?com.tibco.ps.pagesvc.renderParams.sub5d9e2b27\\_11de9ed172b\\_-73dc7f000001=action%3DdetalleView%26org.springframework.web.portlet.mvc.ImplicitModel%3Dtrue%26](https://www.bvc.com.co/pps/tibco/portalbvc/Home/Mercados/enlinea/rentafija?com.tibco.ps.pagesvc.renderParams.sub5d9e2b27_11de9ed172b_-73dc7f000001=action%3DdetalleView%26org.springframework.web.portlet.mvc.ImplicitModel%3Dtrue%26)
- Brownlow, G. A. (2010). Structure and change: Douglass North's economics. En *Journal of Economic Methodology* (pp. 301-316). Taylor & Francis Group.
- Credivalores- Crediservicios S.A.S (8 de Marzo de 2018). Obtenido de *Reporte de calificación*: [https://www.credivalores.com.co/sites/default/files/archivosinversionistas/ii\\_17\\_ori\\_credivalores\\_rp\\_18-\\_originador-\\_publica\\_0.pdf](https://www.credivalores.com.co/sites/default/files/archivosinversionistas/ii_17_ori_credivalores_rp_18-_originador-_publica_0.pdf)
- Credivalores- Crediservicios S.A.S. (13 de Septiembre de 2017). *Presentación inversionistas. Resumen de compañía- Credivalores*. Bogotá, Colombia.
- Echecopar, J. C., & Marín Villarán , L. E. (2010). Una Revisión al Project Finance. *Círculo de Derecho Administrativo*, 143-165.
- Economipedia (2018). *Entidad Financiera*. Obtenido de <https://economipedia.com/definiciones/entidad-financiera.html>
- Escobar, J. D. (2013). El sistema financiero colombiano: estructura y evolución reciente. *Revista del Banco de la República*. Bogotá, Colombia.
- Fight, A. (2006). Overview of project finance. En A. Fight, *Introduction to project finance*. Amsterdam: ELSEVIER.
- Fondo Monetario Internacional (2016). *Informe sobre la estabilidad financiera mundial de Abril de 2016*. Washington D. C.: Fondo Monetario Internacional.
- Garicano, T, & Olmeda, M. (1997). *El 'project finance' o financiación de proyectos*. Harvard: Deusto Finanzas y Contabilidad.
- Mejía, G. A., & Pinzón Mejía , J. (2000). *Project Finance*. Bogotá: Pontificia Universidad Javeriana.
- Morales, J. F. (2017). *Propuesta de implementación de la deuda tipo Mezanine, dentro de estructuras de financiación empresarial y project finance*. Obtenido de [https://repository.eafit.edu.co/xmlui/bitstream/handle/10784/11930/Juli%C3%A1nFernando\\_AgudeloMorales\\_2017.pdf?sequence=2&isAllowed=y](https://repository.eafit.edu.co/xmlui/bitstream/handle/10784/11930/Juli%C3%A1nFernando_AgudeloMorales_2017.pdf?sequence=2&isAllowed=y)

- Porter, M. (1997). El análisis de las fuerzas competitivas. En M. Porter, *Estrategia Competitiva*. México: Editorial Continental.
- Pinzón Mosos, C. E. (Octubre de 2018). *Estructura de titularización*. Bogotá, Colombia.
- Pinzón Mosos, C. (12 de Noviembre de 2018). *Condiciones Emisión Bono*. Bogotá, Colombia.
- Pinzón Mosos, C. E. (Octubre de 2018). *Ingresos Recursos*. Bogotá, Colombia.
- Revista Dinero (07 de Mayo de 2010). *Un rápido recorrido por la historia del sector financiero en Colombia* - Carlos Caballero Argáez. Obtenido de Un rápido recorrido por la historia del sector financiero en Colombia - Carlos Caballero Argáez:  
<https://www.dinero.com/columnistas/edicion-impres/a/articulo/un-rapido-recorrido-historia-del-sector-financiero-colombia-carlos-caballero-argaez/95393>
- Ricart, J. E. (2009). Modelo de Negocio: El eslabón perdido en la dirección estratégica. *Universia Business Review*, 25.